

LA ASIGNACION DEL AHORRO EXTERNO E INTERNO

Uno de los objetivos de todo buen manejo económico consiste en propender porque el ahorro externo se convierta en un complemento del ahorro doméstico y no simplemente en un sustituto de éste. Es bien conocido que en economías en proceso de desarrollo como la colombiana, el ahorro interno es insuficiente para llevar a cabo los planes y programas que se consideran indispensables para lograr una tasa de crecimiento acorde con las necesidades del país, y por lo tanto, es necesario hacer uso de los recursos externos disponibles.

Entre estas dos grandes fuentes debe existir un balance apropiado. Porque si bien el ahorro externo hace posible, por lo menos en principio, incrementar la inversión por encima de la disponibilidad de recursos nacionales, el uso indiscriminado de este recurso puede dar lugar al permanente atraso del mercado financiero y de capitales interno, conduciendo, a la postre, a niveles insostenibles de endeudamiento en moneda extranjera. Por ejemplo, resulta particularmente nocivo acudir al financiamiento externo como una fórmula para diferir el ajuste inevitable de desequilibrios, internos o externos, de algunos de los parámetros macroeconómicos fundamentales, situación que casi siempre se presenta como un expediente transitorio, aunque en realidad raramente lo es.

Estos desajustes, en general, han surgido de dos fuentes principales: de desequilibrios fiscales provenientes de una deficiencia de ahorro público; y de dificultades en la balanza de pagos, reflejadas en una pérdida de activos internacionales.

Si alguna lección nos deja la crisis regional de la última década es aquella de que el ahorro interno, tanto público como privado, fue insuficiente para sostener un proceso acelerado de crecimiento económico con estabilidad. Esta deficiencia no fue ajena a las políticas que se siguieron con relación al mercado de capitales y en particular a la forma de determinación de las tasas de interés activas y pasivas. Las limitaciones del mercado interno se hicieron evidentes al cerrarse la vía del financiamiento externo de los déficit fiscales, ya que la colocación masiva, por lo general forzosa, de papeles públicos en el mercado interno o la emisión primaria acentuaron los desequilibrios y produjeron un efecto de desplazamiento de la inversión privada. En estas Notas nos referiremos a la coyuntura actual en ambos frentes, el de la obtención de crédito externo y el de las medidas adoptadas para fortalecer el mercado interno y la generación de ahorro doméstico.

I. La obtención de financiamiento externo de la banca comercial

En las Notas Editoriales del mes de noviembre del año pasado nos referíamos al panorama de mediano plazo del servicio de la deuda externa colombiana. Allí se señalaba, que una de las características centrales de la Balanza de Pagos del país en lo que resta de la década, es el elevado monto de las amortizaciones de créditos

con la banca comercial frente al pasado reciente, particularmente en el caso del sector público. En efecto, el perfil del servicio de su deuda externa indica que la tendencia de crecimiento de las amortizaciones, comparada con el pasado reciente, se acentuará durante el período 1987-1990, cuando éstas se elevarán a US\$ 1.510 millones, en promedio, por año. Dicho nivel de pagos duplica los montos promedios observados durante los últimos tres años. Siendo la banca comercial internacional el principal receptor de los pagos de capital en 1987 y en el próximo trienio, la búsqueda de un panorama despejado a este respecto constituye una clara necesidad.

1. La deuda externa en 1987

A comienzos del presente año, el fenómeno de la deuda externa latinoamericana parecía atravesar por un nuevo período de crisis. En el mes de febrero Brasil, el mayor deudor de la región, suspendió unilateralmente los pagos de capital e intereses sobre sus acreencias de mediano y largo plazo con la banca comercial, a la vez que congeló los saldos vigentes de las líneas comerciales de corto plazo. Dos meses más tarde, el Citicorp, una de las entidades con mayor capacidad de liderazgo dentro de la comunidad bancaria internacional, constituyó provisiones adicionales por US\$ 3.000 millones sobre sus préstamos a países en desarrollo, acción que fue seguida en un breve lapso por otros importantes bancos norteamericanos y de los demás países industrializados.

Desde luego la situación era distinta para los bancos de diferentes regiones. Los grandes bancos comerciales europeos, por ejemplo, y particularmente los de la República Federal de Alemania, tenían en algunos casos provisiones que alcanzaban hasta las dos terceras partes de su deuda con los países del Tercer Mundo; en cambio, la banca norteamer-

icana presentaba un rezago relativo en este frente.

El incremento de las provisiones para posibles pérdidas endureció la posición de la banca comercial internacional en su largo y difícil proceso de negociación con los grandes deudores latinoamericanos, haciéndola menos vulnerable a las presiones de éstos, así como a las de las mismas autoridades de los países industrializados. De otra parte, la revaluación acelerada experimentada por el marco alemán y el yen japonés frente al dólar norteamericano, un 45% en los últimos dos años y medio, facilitó a los bancos de los países cuyas monedas se revaluaron, "licuar" aquellos préstamos denominados en dólares, reduciendo el riesgo crediticio frente a sus patrimonios⁽¹⁾.

2. El endeudamiento externo de Colombia y la situación de la región

Colombia sigue siendo un sujeto de crédito atractivo para los acreedores, tal como se puede apreciar en el cuadro 1, donde se presentan algunos de los indicadores de endeudamiento externo más comúnmente utilizados en comparaciones de tipo internacional. Estos son la relación de deuda externa sobre el Producto Interno Bruto (PIB), la participación del sector público en el total de la deuda, la composición por tipo de prestamista y finalmente la razón entre el servicio de la deuda externa y las exportaciones de bienes y servicios. Dichos indicadores se presentan para Colombia, algunos países de la región y el conjunto de Latinoamérica para 1985 (últimas cifras oficiales consolidadas disponibles a nivel regional).

(1) "Licuar": término que indica el efecto de reducción de la deuda otorgada en dólares, cuando el capital del banco está determinado en marcos alemanes o yenes.

CUADRO 1

Deuda externa de algunos países latinoamericanos
1985

(US\$ miles de millones)

	Argen- tina	Bolivia	Brasil	Chile	Colom- bia	Ecuador	México	Perú	Vene- zuela	Total América Latina
Deuda total/PIB (%)	58.7	152.0	51.3	142.2	40.5	79.0	58.3	88.2	66.0	62.3
Deuda externa total	48.4	4.0	106.7	20.2	13.8	9.2	97.4	13.7	32.1	383.6
Mediano y largo plazo	40.2	3.6	91.1	17.5	11.0	7.2	89.0	11.9	21.8	324.0
Pública y con garantía pública	35.6	3.3	73.9	12.7	9.4	7.1	72.5	10.5	16.6	271.5
Privada no garantizada	4.6	0.3	17.2	4.7	1.6	0.1	16.5	1.3	5.2	52.5
Crédito FMI	2.3	0.1	4.6	1.1	0.0	0.4	3.0	0.7	0.0	14.5
Corto plazo	6.0	0.3	11.0	1.7	2.8	1.7	5.5	1.1	10.3	45.1
Part % fuentes en la deuda pública y garantía pública (MLP)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Oficiales	11.7	72.0	19.0	17.2	55.8	27.6	11.6	45.2	0.8	22.5
Multilateral	5.5	23.2	9.4	11.6	34.9	11.4	7.9	12.5	0.4	11.0
Bilateral	6.3	48.8	9.6	5.6	20.8	16.2	3.6	32.8	0.4	11.5
Privados	88.3	28.0	81.0	82.8	44.2	72.4	88.4	54.8	99.2	77.5
Proveedores	2.5	2.2	3.2	2.8	5.9	3.5	0.3	13.3	0.4	2.4
Bancos comerciales	85.7	25.8	77.9	80.0	38.3	68.9	88.1	41.4	98.7	75.1
Coeficientes deuda pública (%)										
Intereses/Exp. B & S	33.6	9.7	21.5	21.4	15.5	21.8	25.2	3.9	8.2	18.7
Servicio total/Exp. B & S	41.7	29.1	26.6	26.2	28.0	28.8	36.9	7.9	12.9	26.2

Fuente: Colombia — Investigaciones Económicas — Banco de la República

Otros países — World Debt Tables / Banco Mundial

Deuda externa total sobre PIB: Al finalizar 1985, este coeficiente en el caso de Colombia era el más bajo entre los países seleccionados y, al mismo tiempo, era inferior en un 35% al nivel global de endeudamiento de la región. Para nuestro país, esta relación presenta un incremento en los últimos años al pasar de 40.5% a finales de 1985 a alrededor de un 42.5% el año pasado, aumento que obedece fundamentalmente a la revaluación, en términos de dólares, de algunas de las monedas en que está denominada la deuda externa.

Composición por tipo de prestatario: En la participación relativa de los sectores público y privado en el total de la deuda

externa, no se encuentran diferencias sustanciales entre Colombia y el conjunto de Latinoamérica. En efecto, las acreencias del sector público colombiano representaban un 68% de la deuda externa total, mientras que en la región la misma relación ascendía a un 70%. Sin embargo, la anterior situación difiere sustancialmente de aquella observada durante los primeros años de la década, cuando la deuda pública en la mayoría de los países de la región representaba un porcentaje significativamente menor. Por ejemplo, a finales de 1982, la deuda pública externa latinoamericana, incluyendo la deuda garantizada por este sector, representaba apenas el 52% del total de las acreencias externas de la región.

El anterior fenómeno se debe al proceso, relativamente generalizado, de extender garantías por parte del sector público a las deudas originalmente contratadas por agentes económicos privados, como un requisito previo a la reestructuración de una parte importante de las acreencias de estos países. En Colombia, por el contrario, los casos de "oficialización" de créditos privados son prácticamente inexistentes, y aquellos que se dieron, surgieron por la intervención directa del Estado en las entidades financieras y no por un proceso de reestructuración.

Participación porcentual de las fuentes prestamistas: La importancia relativa de los prestamistas con los que la deuda externa ha sido contratada en el pasado constituye un indicador adicional de su "calidad". El cuadro 1 incluye la participación relativa por fuentes de la deuda pública y privada con garantía pública a mediano plazo. Para el conjunto de naciones latinoamericanas, las fuentes oficiales de crédito (entidades multilaterales y agencias bilaterales) representaban, al finalizar 1985, el 22.5% del total. En el caso de Colombia, este indicador ascendía al 55.8% del total, implicando lo anterior unas mejores condiciones financieras, por tener los préstamos de las fuentes oficiales plazos más largos y menores tasas de interés que aquellos otorgados por las entidades de carácter privado (bancos comerciales y crédito de proveedores).

Coefficientes de servicio de la deuda pública externa: El primero de ellos lo constituye la relación de los intereses efectivamente pagados por el sector público frente a las exportaciones de bienes y servicios. La relación para Colombia es, de nuevo, inferior a la del conjunto de países de la región: 15.7% frente a 18.7%. En segundo lugar, otro coeficiente muy utilizado es el servicio total (amortización e intereses) de la deuda pública externa frente a las exportaciones de bienes y servicios, el

cual asciende en el caso de Colombia al 29%, porcentaje superior al de la región (26.2%)⁽²⁾.

El hecho de que Colombia, con un menor nivel de endeudamiento y unos mejores términos de contratación presente algunos coeficientes de servicio similares, e inclusive superiores, a varios países de la región, tiene su explicación en el hecho de haber sido una economía relativamente cerrada frente a algunos de los países vecinos, o sea que el tamaño de su sector externo ha sido comparativamente más pequeño. Por ejemplo, el valor de sus exportaciones de bienes como proporción del PIB, es de 15.4%, inferior al de la mayoría de países de la región (véase Notas Editoriales correspondientes al mes de abril del presente año). Este fenómeno tiende a magnificar los coeficientes de servicio de la deuda externa e indica la necesidad de persistir en el esfuerzo de promover y diversificar nuestras exportaciones.

De otra parte, al no haber reestructurado las acreencias externas del sector público, y estar pagando los vencimientos de capital, se tiende a sesgar la comparación de los coeficientes de servicio. Sin embargo, se trata de pagos que están financiados en buena medida por nuevos desembolsos de crédito externo y no por sus activos internacionales, como es el caso de aquellos países que encuentran cerrados los mercados internacionales de capital. Colombia, por haber estado amortizando su deuda externa durante los últimos años, ha podido beneficiarse de una cuenta de capital positiva en su balanza de pagos. Ello quiere decir que el flujo neto de capitales ha contribuido, en alguna medida, a financiar los pagos de intereses de la deuda externa.

(2) Vale la pena anotar, sin embargo, que dicho coeficiente se refiere única y exclusivamente a la deuda externa del sector público. En el caso del conjunto de la deuda de los sectores público y privado la misma relación alcanzaba en ese año un 38.8% (véase Notas Editoriales del mes de noviembre).

Tenemos así que la situación de Colombia en materia de endeudamiento externo ha sido claramente diferente a la de la mayoría de los países de la región, distinguiéndose por el nivel y composición de sus acreencias; las fuentes de recursos; la tradición de pago oportuno de sus obligaciones; y el destino dado a los créditos contratados en el pasado.

3. Panorama cambiario a comienzos de año

Como se recordará, al iniciarse 1987 el panorama cambiario era incierto, en la medida en que se anticipaba una pronunciada caída en los precios del café y se desconocía la disponibilidad de crédito externo. Las primeras proyecciones preveían un déficit en la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos cercano al 2.5% del PIB, situación claramente opuesta a la del año inmediatamente anterior cuando se acumularon reservas por casi US\$ 1.500 millones y se logró un superávit en la Cuenta Corriente equivalente a 1.5% del PIB. Como resultado del déficit supuesto se preveía una caída en las reservas internacionales del país superior a los US\$ 300 millones en 1987.

De otra parte, los pagos de capital de la deuda pública externa colombiana a la banca comercial significaban más del 50% del total de las amortizaciones previstas para los próximos cuatro años, lo cual tenía claras repercusiones en el saldo de la Balanza de Pagos y la posición de reservas, más aún si se tiene en cuenta que después del desembolso del crédito "Jumbo" por US\$ 957 millones durante el último trimestre de 1986, el país no había iniciado nuevas operaciones de monto significativo con la banca comercial.

Una vez evaluados estos hechos objetivos, el Gobierno vio que era indispensable buscar la financiación requerida para atender estas necesidades y que ello debe-

ría ser posible en términos voluntarios. Esta estrategia era consecuente con las ejecutorias del país en materia de política económica, y con la responsabilidad que nos ha caracterizado en cuanto al tratamiento de las obligaciones externas.

Ciertamente, gracias a los buenos resultados de la economía en los dos últimos años, Colombia reúne las condiciones de todo buen sujeto de crédito con posibilidades de obtener financiamiento en el mercado internacional de capitales. La seriedad del manejo macroeconómico y el favorable panorama previsible para el sector externo en los próximos años, indican claramente que el país presenta unos factores positivos capaces de respaldar su solicitud de financiamiento ante el mercado. Estos hechos debían ser suficientes para compensar los desarrollos arriba mencionados en cuanto a la deuda externa latinoamericana a comienzos de año y sus eventuales repercusiones negativas sobre la percepción del caso colombiano por parte de nuestros acreedores. Así lo reconocían además de los bancos comerciales, las agencias multilaterales en particular el Banco Mundial y el Fondo Monetario.

4. Programación financiera 1987-1990

Con el fin de hacer una franca y bien documentada exposición a la banca comercial internacional, el Banco de la República con la colaboración del Ministerio de Hacienda y de Planeación Nacional, elaboró el documento "Programación financiera 1987-1990" ⁽³⁾, cuyo contenido describe la evolución económica reciente del país, los satisfactorios resultados del plan de ajuste 1985-1986 y las perspectivas del sector externo de la economía hasta finales de la década. Estas últimas,

(3) "República de Colombia, *Programación Financiera 1987-1990*", Bogotá, 4-8 de mayo de 1987.

de acuerdo con las proyecciones de la Balanza de Pagos, son las de un déficit moderado en la Cuenta Corriente, cercano a un promedio de US\$ 800 millones por año (un 2% del PIB), bajo supuestos conservadores en cuanto a precios y volúmenes de nuestros principales productos de exportación.

El aspecto principal del documento está en la demostración de que dicho déficit, al financiarse principalmente a través de nuevos créditos externos, no presentaría problemas desde el punto de vista del crecimiento de la deuda externa, ni de la evolución de los diferentes coeficientes de servicio. Como bien se anota en el informe sobre el Desarrollo Mundial 1985 del Banco Mundial, dedicado a analizar los problemas de la deuda externa, "cuando los países incurren en déficit de cuenta corriente por razones de desarrollo, a largo plazo el crecimiento del producto y las exportaciones debe exceder al tipo de interés sobre la deuda, a fin de asegurar que el nivel de ésta no se torne insostenible". De acuerdo con las proyecciones oficiales, dichas condiciones se estarían cumpliendo ampliamente, mostrando inclusive una caída del coeficiente del total de la deuda externa frente al PIB.

De otra parte, el análisis hecho en el documento referido mostraba cómo, durante lo que resta de la década, los posibles desequilibrios en la Balanza de Pagos del país no resultarían de un exceso de demanda interna generado por desajustes fiscales o monetarios, ni por un nivel inadecuado de la tasa real de cambio, sino por el contrario, éstos provendrían del perfil de amortizaciones de la deuda pública externa, particularmente de aquella con la banca comercial internacional. De manera que para mantener y consolidar el proceso de ajuste dentro de un marco de crecimiento, como se ha venido pregonando por los líderes de la llamada "estrategia de la deuda en los países industrializados", era esencial tener ac-

ceso oportuno a nuevos recursos de financiamiento externo, más aun tratándose de cuantías relativamente modestas, o sea un crecimiento de la deuda externa en dólares cercano al 3% anual.

Las proyecciones realizadas cuantificaron unas necesidades de desembolsos brutos de la banca comercial por US\$ 800 millones anuales, en promedio, durante el período 1987-1990: con ello permanecería inmodificada la exposición absoluta de la banca, evitándose que Colombia se convirtiera en un exportador neto de capitales, situación que el país no podría en ningún caso conciliar con la necesidad de crecer a tasas aceptables.

Simultáneamente, se identificaron las necesidades de financiamiento del sector público colombiano con la banca comercial para los próximos años, las cuales serían materia de la aplicación de los fondos a obtener. Estas se concentran en el Gobierno Nacional Central, el conjunto de entidades del sector eléctrico y el proyecto de El Cerrejón Zona Norte, como se detalla a continuación. Las necesidades de la *Administración Central* surgían del papel otorgado a ésta dentro del Plan de Desarrollo del Gobierno del Presidente Barco, en el sentido de ser la principal ejecutora de la inversión en las zonas marginadas del país y en el área social. Por su parte, el *sector eléctrico* requería nuevos recursos que le permitieran financiar el programa de ajuste sectorial iniciado desde la anterior administración con el fin de mejorar la capacidad de transmisión y distribución, finalizar algunos proyectos y servir su deuda externa.

Finalmente, tanto *Carbocol* como su socio extranjero debía hacer durante el bienio 1987-1988 nuevos aportes financieros al proyecto de El Cerrejón Zona Norte, con el fin de compensar el bajo nivel actual de los precios del carbón. En el caso de *Carbocol*, las capitalizaciones ya aprobadas por el Conpes por parte de sus dos socios

principales, Ecopetrol y Proexpo, tendrían que ser complementadas con recursos frescos de crédito externo.

5. La estrategia seguida

Teniendo en cuenta los antecedentes descritos y las características del problema de la deuda en el caso colombiano, las autoridades sólo tenían un camino a seguir para ser consecuentes con los resultados del proceso de ajuste; éste era el de solicitar nuevos recursos a la banca que le permitieran refinanciar una parte importante de las amortizaciones de los próximos años y obtener una utilización flexible para adecuarlos a las prioridades de gasto.

La búsqueda de un nuevo crédito para llenar las necesidades de financiación de la Balanza de Pagos y, en parte, del presupuesto central presenta evidentes ventajas. En primer lugar, constituye el paso lógico a seguir cuando se está al día en el servicio de la deuda y se cuenta con los recursos y las condiciones para atender las obligaciones externas. En segundo lugar, los esfuerzos hechos en los años anteriores para reordenar la economía y reducir el déficit externo con el fin de normalizar las relaciones con los mercados internacionales de capitales se debían aprovechar. En tercer término, debe preservarse la tradición de deudor serio como un activo que el país ha mantenido en el último medio siglo y que le ha reportado beneficios importantes para su desarrollo al permitirle conseguir el ahorro externo necesario.

En el país se ha dicho con insistencia que existía otra alternativa al crédito externo que el Gobierno debería haber adoptado: el camino de la reestructuración de las amortizaciones como sustituto de nuevos préstamos. En nuestra opinión, la reestructuración tiene unas desventajas evidentes que no logran compensarse con los

aspectos positivos que ofrece. Ciertamente ésta permite solucionar el desequilibrio señalado en la cuenta de capital de la Balanza de Pagos, en la medida en que conduciría a una renovación automática de los vencimientos pero por otros aspectos presenta serios inconvenientes.

Las ventajas de la reestructuración en comparación con una operación de mercado están lejos de ser evidentes. En primer lugar, hay que tener en cuenta que la deuda externa del sector público con la banca comercial se encuentra pactada en unas condiciones financieras altamente convenientes para el país. En efecto, si se descarta el fenómeno de la acumulación de pagos anteriormente descrito, como consecuencia de un proceso relativamente generalizado en América Latina de contrataciones masivas y simultáneas con dicha fuente, los márgenes (sobre tasas variables como el Libor) logrados por el sector público colombiano son relativamente bajos. El cuadro 2 presenta las condiciones financieras básicas de los principales créditos contratados por el sector público colombiano con la banca comercial. Al ponderar el margen ("spread") de cada uno de los créditos denominados en dólares por el saldo vigente al finalizar 1986, se llega a un valor promedio de 1.075% (ligeramente superior a $1 + 1/16$), el cual no difiere sustancialmente de las condiciones logradas recientemente por los grandes deudores en procesos de reestructuración. De manera que, dado el tamaño relativo de la deuda pública externa colombiana *vis-a-vis* la de los grandes deudores, el alivio financiero que se lograría a través de un proceso de reestructuración sería ambiguo y muy probablemente poco significativo, especialmente si se tiene en cuenta el incremento simultáneo que experimentarían otros rubros de la financiación externa a la actividad económica nacional, tal como se verá más adelante.

CUADRO 2

Principales créditos contratados con la banca comercial

(US\$ millones)

Prestatario	Agente/ prestamista	Fechas			Monto original (Millones)	Moneda	Saldo Dic/86 (US\$ Mill)	Spread sobre Libor
		Firma	Primer pago	Venci- miento				
Carbocol	Chemical Bank	85/12/17	88/09/15	94/03/15	423.0	Varias	380.0	1 1/2 *
Gobierno	Chemical Bank	85/12/17	88/09/15	94/03/15	277.0	Varias	277.0	1 1/2 *
Gobierno	Chemical Bank	80/03/03	85/03/03	90/03/03	350.0	Dólares	222.7	3/4
Ecopetrol	Chemical Bank	85/12/17	88/09/15	94/03/15	200.0	Varias	200.0	1 1/2 *
Gobierno	Bank of America	81/03/16	87/03/17	91/03/17	200.0	Dólares	200.0	5/8
Gobierno	MHT	81/03/29	87/05/29	91/05/29	200.0	Dólares	200.0	5/8
Gobierno	Chemical Bank	82/02/07	88/01/07	92/01/07	200.0	Dólares	200.0	1/2
Gobierno (IDEMA)	Chase Manhattan	85/07/02	89/01/02	93/01/02	197.8	Dólares	197.8	1 1/2
Gobierno	Chemical Bank	79/04/09	84/04/09	89/04/09	400.0	Dólares	181.8	5/8
Gobierno	Chemical Bank	83/11/01	86/09/20	89/09/20	210.0	Dólares	180.0	1 5/8
Banco República	Chemical Bank	85/12/17	88/09/15	94/03/15	100.0	Varias	100.0	1 1/2 *
Ecopetrol	Chemical Bank	79/04/01	84/04/09	89/04/09	200.0	Dólares	90.9	7/8
EEEEB	Bank of America	81/11/24	87/11/24	92/12/22	95.0	Dólares	95.0	5/8
Betania	Morgan Grenfell	81/04/11	86/04/10	91/04/10	100.0	Dólares	81.8	3/4
Ecopetrol	MHT	80/12/02	85/12/02	91/02/02	100.0	Dólares	81.8	7/8
Munic. de Medellín	Bank of America	81/03/17	87/03/17	91/03/17	54.0	Dólares	54.0	5/8
Carbocol	Chemical Bank	82/01/08	88/01/07	92/01/08	50.0	Dólares	50.0	5/8
Betania	Samuel Montagu	86/07/31	89/10/31	92/10/31	50.0	Dólares	50.0	1 1/4
Total							2,842.8 (1)	1 075 (2)
Otros créditos								
Ecopetrol	IBJ	86/09/30	86/12/31	94/12/31	20,000.0	Yenes	111.2	LTPR + 0.2%
Gobierno/Mindéf	Banco do Brasil	82/05/21	84/11/21	92/05/21	79.3	Dólares	60.6	8.00% (Fija)

* Durante los primeros cuatro años, luego desciende a 1 3/8.

(1) Saldo que representa el 61.5% del saldo vigente con la Banca Comercial a la misma fecha.

(2) Spread ponderado de acuerdo con los saldos vigentes al finalizar 1986. (1 1/16 = 1.0625).

Fuente: Investigaciones Económicas — Banco de la República.

En segundo término, otro factor que quizá no han analizado con suficiente detalle quienes favorecen la reestructuración, es la experiencia vivida por otros países que han reprogramado sus pagos, con relación al mayor costo cobrado por los bancos sobre las líneas comerciales de corto plazo. Muchas veces el ahorro aparente que se logra con las bajas tasas de interés de las reprogramaciones ya acordadas, es contrarrestado, o a veces hasta superado, por el encarecimiento y dificultad en las operaciones de financiación comercial.

En tercer lugar, dado que el monto de la deuda externa pública y privada colombiana vigente con la banca comercial internacional (US\$ 7.7 miles de millones al finalizar 1986) es relativamente pequeño frente al de otros países⁽⁴⁾, el poder de negociación del país en comparación con el de los grandes deudores es muy limitado; nuestra capacidad para presionar es menor y la posibilidad de acciones

(4) La deuda del Brasil y de México con la banca comercial ascendía, a la misma fecha, a US\$ 76.2 miles de millones y US\$ 73.5 miles de millones respectivamente.

retaliatorias durante el proceso de negociación, constituyen un grave riesgo.

Finalmente, surgiría una discrepancia entre las necesidades de recursos de las entidades que están adelantando planes de inversión prioritarios, y aquellas que deben repagar obligaciones externas durante los próximos años, correspondientes a proyectos ya culminados en el evento de una reestructuración. Desde un punto de vista puramente fiscal, el antiguo deudor recibiría beneficios injustificados, impidiendo la reorientación del gasto público e introduciendo una gran rigidez en su manejo. Una reprogramación no solamente conduciría a una asignación ineficiente de los recursos, sino que además podría llevar, en ausencia de medidas tendientes a captar los excedentes de liquidez que se generarían, a un relajamiento de la disciplina fiscal.

La reprogramación de obligaciones con la banca comercial, aun si se lograra plantear amistosamente dentro de un marco de mutuo acuerdo sugerido por los mismos bancos, y no como una situación de conflicto, no habría podido eliminar el carácter forzoso y cerrado de todas las reprogramaciones; la operación estaría circunscrita solamente a las entidades financieras ya involucradas en créditos al sector público, así como a los actuales deudores.

En una óptica de mediano plazo, las efímeras ventajas de una reprogramación se volverían nugatorias frente a los perjuicios y a la pérdida de la buena imagen internacional del país, producto del manejo macroeconómico serio y responsable que ha aplicado Colombia. Teniendo en cuenta lo anterior, las autoridades optaron por una estrategia de consecución de recursos frescos, la cual se facilitó en buena medida por la actitud receptiva de los doce bancos con los que se inició el diálogo en el mes de mayo. A finales de julio ya se tenía definida la

operación crediticia así como sus condiciones financieras, las cuales se describen a continuación.

6. Condiciones financieras

El crédito negociado asciende a US\$ 1.060 millones y cubre las necesidades financieras del sector público colombiano con la banca comercial para el período 1987-1988, distribuyéndose de la siguiente manera entre los tres prestatarios ⁽⁵⁾:

—Gobierno Nacional	
Central	US\$ 600 millones
—Carbocol	US\$ 260 millones
—Financiera Eléctrica Nacional	US\$ 200 millones

La tasa de interés del préstamo es el Libor (London Inter-Bank Offered Rate) adicionado en 15/16%, o la tasa Dobar (Domestic Base Rate) adicionada en 3/8% correspondiente a la moneda en que se otorguen los recursos, a elección del prestamista ⁽⁶⁾. Al comparar estas condiciones con las logradas por otros países de la región en negociaciones recientes, se observa una diferencia de 1/16 menos en el caso de Venezuela y 1/8 si se equipara con Argentina; pero se debe tener en cuenta para efectos de este análisis el carácter de mercado del préstamo obtenido por Colombia. Al buscar el país los recursos bajo un esquema de participación voluntaria, las condiciones financieras deben ser lo suficientemente atractivas para lograr interesar a los bancos a tomar parte en el crédito. Por otro lado, la tasa de interés pactada es inferior a aquella obtenida en

(5) Estos recursos podrán ser utilizados hasta el 31 de diciembre de 1988, y su repago se hará en cuotas semestrales a partir de enero de 1993, presentándose la última en enero de 1998. Ello equivale a un período de gracia de cinco años y medio, y un plazo total de amortización de diez años y medio.

(6) El Dobar correspondiente a los recursos prestados en dólares es el Prime Rate, o tasa que cobran los principales bancos norteamericanos a sus mejores clientes.

CUADRO 3

Estructura de amortizaciones de la deuda pública externa desembolsada a diciembre 31 de 1986

(US\$ millones)

	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
Multilaterales	290	311	342	408	512	538	530	524	492	452
Banco Mundial	218	226	236	285	342	364	366	360	344	308
BID	67	76	97	118	164	171	163	162	147	143
Otros	5	9	9	5	6	3	1	1	1	1
Proveedores	106	122	101	91	78	69	52	32	22	17
Agencias	116	185	190	211	196	178	172	141	124	98
Bancos Comerciales	416	622	797	937	842	691	486	269	79	12
Jumbo US\$ 1.000	—	—	19	124	191	191	191	191	48	—
Bonos	8	4	2	4	8	8	8	8	8	—
Total	936	1,244	1,432	1,651	1,636	1,484	1,248	974	726	578

(*) Calculadas a las tasas de cambio dólar-otras monedas de diciembre 30 de 1986

Nota: Los desembolsos a partir de 1987 pueden generar amortizaciones adicionales a lo largo del periodo considerado

Fuente: Investigaciones Económicas / Banco de la República

la gran mayoría de los créditos contratados por el sector público colombiano durante los últimos años (véase cuadro 2).

Los prestamistas serán todos los bancos comerciales que deseen participar bajo las condiciones financieras ya negociadas con los principales acreedores privados del país. El agente es el Chemical Bank. Si bien el préstamo está denominado en dólares, cada banco podrá participar en ésta o en su propia moneda de operación corriente.

Un aspecto importante de destacar es el amplio período de gracia acordado (más de cinco años), el cual permite solucionar el problema de la acumulación de pagos con la banca comercial que se mencionó al hablar del perfil de amortizaciones durante lo que resta de la década. Tal como se puede apreciar en el cuadro 3, la estructura de la deuda desembolsada a diciembre 31 de 1986 presenta unas amortizaciones crecientes con

esta fuente de crédito hasta 1989, con montos anuales superiores a los US\$ 500 millones hasta 1991. A partir de 1993 éstas caen a US\$ 269 millones en dólares corrientes, lo cual permitirá iniciar, sin mayores traumatismos, la amortización del crédito en cuestión.

7. Perspectivas y condicionalidad

La evolución de la negociación de crédito externo permite despejar el panorama de financiamiento del sector externo colombiano para el futuro cercano, sobre las bases de una negociación voluntaria. Los nuevos recursos del crédito negociados con la banca comercial internacional, representan un gran avance en el proceso de normalización de las relaciones del país con esta importante fuente de crédito.

Esta operación permite también que las relaciones con el FMI vuelvan a las con-

diciones usuales propias del régimen del Artículo IV del Convenio Constitutivo, que obligan a Colombia sólo a recibir una misión de consulta anual. Terminada la "monitoría" que se acordó para 1985 y 1986, el único rol del Fondo con relación al crédito por US\$ 1.060 millones es indirecto, al consentir su Directorio, por solicitud del Gobierno, en facilitar a la banca comercial los informes correspondientes a las misiones del Artículo IV de los años 1987 y 1988, respectivamente. El suministro de información a la banca por parte de una entidad multilateral tiene el ánimo de darle a aquella una evaluación independiente sobre el desempeño de la economía colombiana. A diferencia del crédito "jumbo" contratado en 1985, el ritmo de los desembolsos del nuevo empréstito no dependerá del cumplimiento de unas metas cuantitativas trimestrales sobre algunos agregados macroeconómicos.

Es importante resaltar la actitud constructiva del Banco Mundial y del FMI hacia el caso colombiano en el proceso de consecución del crédito en cuestión. Por ejemplo, éste último en carta dirigida a la comunidad bancaria internacional suscrita por su Director Ejecutivo, Michel Camdessus, finaliza diciendo: "Nuestra opinión es que Colombia ha venido siguiendo las políticas económicas apropiadas a sus necesidades de ajuste. Las políticas contenidas en el programa son consistentes con los objetivos económicos trazados para 1987 y con el mantenimiento de una posición externa viable en el mediano plazo. Colombia ha seguido sirviendo su deuda pública externa en forma adecuada. En estas circunstancias, quisiéramos transmitirle nuestra convicción de que Colombia ofrece una oportunidad para mostrar que una trayectoria de buen desempeño económico abre las puertas a unas relaciones normales de mercado".

Resumiendo, tenemos que la respuesta favorable de la banca para la obtención de los recursos solicitados demostró que

el país era acreedor al derecho de acceder a la financiación externa por las vías de mercado con la cooperación de los organismos multilaterales. De manera que la estrategia seguida ha sido adecuada. Un camino distinto hubiera implicado renunciar al tipo de solución que el mismo país había buscado y que, hasta no intentarse no tenía por qué ser descartado a priori. Opciones distintas que implicaban desconocer una realidad positiva y conducían a tomar por propia cuenta la decisión de crear unas condiciones de crisis inexistentes, no constituían verdaderas alternativas.

II. La utilización de ahorro interno y el crédito dirigido

Como dijimos en un comienzo debe existir un sano equilibrio entre la consecución de ahorro externo y la disponibilidad del recurso doméstico. Para conseguir este propósito se han adoptado diferentes medidas orientadas al fomento y buen uso del ahorro doméstico que comentamos a continuación.

1. Flexibilización de las tasas de interés

Desde hace ya varios años, la política de crédito dirigido ha venido sufriendo importantes cambios. Estos han buscado la obtención de ahorro interno para que su canalización a través de los fondos financieros mejore la asignación de recursos. Con tal fin se ha querido evitar que la estructura de tasas de interés, tanto activas como pasivas, ocasione desajustes que impliquen o bien emisión monetaria o pérdidas a los fondos. Las recientes medidas adoptadas por la Junta Monetaria para el Fondo Financiero Industrial, Fondo para Inversiones Privadas y Fondo de

Capitalización Empresarial, a través de las Resoluciones 24 y 25 de 1987, se dirigen a consolidar estos propósitos, al flexibilizar las tasas de interés de las operaciones realizadas por los Fondos, utilizando para el efecto el "costo promedio de captación de Certificados de Depósito a Término de las corporaciones financieras (DTF)".

Con anterioridad a 1983, las tasas de interés y de redescuento fijadas por la Junta Monetaria para préstamos otorgados por los fondos financieros permanecían constantes a lo largo de la vigencia del préstamo. Este sistema presentaba varios inconvenientes. Debido a la inexistencia de un mercado de capitales desarrollado, los intermediarios financieros que aportaban fondos propios en este tipo de operaciones debían otorgar créditos de mediano y largo plazo con recursos captados en el mercado de dinero y sin disponer de mecanismos adecuados de transformación de plazos.

Este problema era particularmente grave para las corporaciones financieras que deben captar una buena parte de sus recursos con certificados de depósito a término a 90 y 180 días. En estas circunstancias dichas instituciones se veían sujetas a problemas de liquidez cuando se les dificultaba la renovación de las captaciones y también enfrentaban deterioros crecientes en el margen de intermediación, ya que el costo de los recursos que colocaban a una tasa fija en operaciones de crédito de fomento, estaba sujeto a las variaciones en la tasa de interés de mercado. Dicho sistema implicaba un desestímulo a la labor de intermediación y por consiguiente una menor cobertura de las operaciones de fomento.

La Resolución 109 de 1983 de la Junta Monetaria, introdujo por primera vez un mecanismo de flexibilización en las tasas de interés de fomento, al autorizar a los intermediarios financieros para que co-

braran una tasa de interés equivalente al costo promedio de captación de los certificados de depósito a 90 días más tres puntos adicionales sobre la porción no redescontada de los créditos. Con la utilización de este sistema se permitió a los intermediarios financieros realizar una mejor transformación de plazos garantizándoles un margen estable sobre los recursos no redescontados durante la vigencia del crédito. Adicionalmente se consiguió vincular las tasas de fomento a un indicador del costo de mercado del dinero, contribuyendo así a aminorar las divergencias existentes entre las tasas de fomento y las de mercado y sus consiguientes efectos negativos sobre la asignación de recursos. No obstante, dicha flexibilización era limitada por cuanto la tasa de interés sobre los recursos redescontados permanecía fija, afectando de esta forma la estabilidad financiera de los fondos de fomento, ya que en muchos casos dichas tasas no alcanzaban a cubrir el costo de los recursos involucrados en estas operaciones. Adicionalmente, la rigidez de estas tasas obligaba a su revisión periódica para tratar de ajustarlas a las tendencias del mercado.

2. Objetivos de las medidas adoptadas en las Resoluciones 24 y 25 de 1987 de la Junta Monetaria.

La nueva estructura de tasas de interés para los fondos de fomento administrados por el Departamento de Crédito Industrial del Banco de la República se presentan en el cuadro 4. Como ya se anotó, ésta descansa en el DTF, el cual ha pasado a constituirse, particularmente durante los dos últimos años, en un indicador representativo y estable de la evolución de las tasas de interés pasivas del mercado (véase gráfico). Su aplicación se extiende al monto total de los créditos y no solamente a la parte no redescontada como sucedía antes.

CUADRO 4
Nuevo esquema de tasas de interés para el FFI, FIP Y FCE

Ubicación del proyecto	Tasa de redescuento % anual		Tasa de interés % anual
	Bancos	Corp. Fin.	
1. Fondo Financiero Industrial			
Bogotá, Medellín, Cali y zonas de influencia	DTF-2.5	DTF-3.5	DTF+2.0
Zonas fronterizas	DTF-7.0	DTF-7.5	DTF-1.5
Resto del país	DTF-4.5	DTF-5.0	DTF+0.5
Línea Bienes de Capital			
Todo el país	DTF-2.5	DTF-3.5	DTF+2.0
	DTF-2.5	DTF-1.5	DTF+2.0 (1)
2. Fondo para Inversiones Privadas			
Bogotá, Medellín, Cali y zonas de influencia	DTF-0.5	DTF-1.5	DTF+3.0
	DTF+1.5	DTF+0.5	DTF+4.0 (2)
Zonas fronterizas	DTF-4.5	DTF-5.5	DTF+0.5
	DTF-0.5	DTF-1.5	DTF+3.0 (2)
Resto del país	DTF-1.0	DTF-2.0	DTF+2.5
	DTF+1.5	DTF+0.5	DTF+4.0 (2)
3. Fondo de Capitalización Empresarial			
Tipo de sociedad	Tasas de redescuento % anual		Tasa de interés % anual
	Bancos	Corp. Fin.	
a) Sociedad anónima abierta			
- Acciones	DTF-2.5	DTF-3.5	DTF+1.5
- BOCEAS (3)	DTF+1.0	DTF	DTF+3.5
b) Otras sociedades anónimas			
- Acciones	DTF-2.0	DTF-3.0	DTF+2.0
- BOCEAS (3)	DTF+1.0	DTF	DTF+3.5
c) Otras sociedades (4)	DTF-1.5	DTF-2.5	DTF+2.5

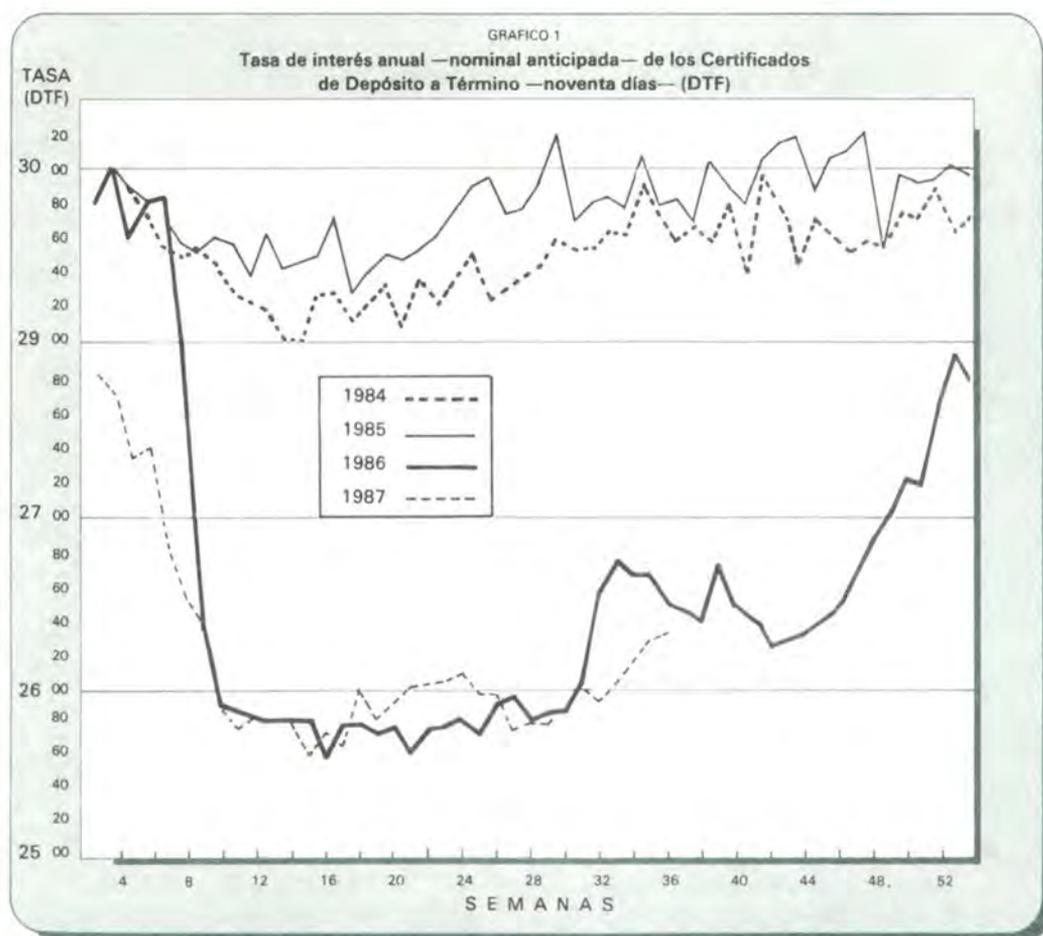
- (1) Condiciones establecidas para las operaciones realizadas por la Corporación Financiera del Transporte.
- (2) Condiciones establecidas para las operaciones de empresas con activos superiores a \$ 5.884.0 millones.
- (3) Bonos obligatoriamente convertibles en acciones.
- (4) Incluye sociedades de responsabilidad limitada, colectivas y en comandita.

El nuevo esquema no implica en ningún caso la adopción de una tasa de interés única para todos los préstamos. Por el contrario, ésta mantiene los principios básicos tradicionales, en cuanto al tratamiento preferencial a los proyectos de empresas pequeñas y medianas, a la descentralización geográfica, y, en el caso del Fondo de Capitalización Empresarial, a la financiación de emisiones de acciones por parte de las sociedades anónimas abiertas.

Se busca con estas medidas que las tasas de interés de los fondos reflejen las condiciones cambiantes del mercado, y apoyen

la racionalización de la estructura interna de tasas de interés por medio del establecimiento de tasas activas superiores a las pasivas. De esta forma, se contribuye a una mejor asignación de los escasos recursos de fomento, al disminuir los incentivos para desviarlos hacia actividades distintas a las que por definición están destinados.

Es importante destacar que si bien este nuevo esquema implica un aumento en las tasas de interés al usuario final, éstas siguen siendo muy inferiores al nivel de la tasa activa promedio del mercado. En esta forma se mantiene un nivel signifi-



cativo de subsidio que se incrementa sustancialmente, si se tiene en cuenta que el crédito de fomento otorgado a través de los fondos financieros constituye tal vez la única fuente de préstamo de mediano y largo plazo (de uno hasta diez años) para la realización de proyectos de inversión de los sectores productivos.

Las normas prevén que las únicas tasas que se mantendrán por debajo del DTF serán las correspondientes a aquellas actividades industriales de empresas pequeñas que se desarrollen en zonas fronterizas y, naturalmente, los créditos concedidos a los damnificados por el desastre del Volcán Nevado del Ruiz, así como algunas refinanciaciones otorgadas por los establecimientos de crédito a venci-

mientos de capital ocurridos entre 1984 y 1985, los cuales continuarán gozando de las condiciones originales.

En relación con los intermediarios financieros, la ventaja del nuevo esquema está en que permite una adecuada transformación de plazos entre captaciones y colocaciones, garantizando un margen estable de intermediación durante la vigencia de los préstamos. De otra parte, eleva el margen a favor de los intermediarios financieros, en particular de las corporaciones, apoyando así su mayor rentabilidad y a través de ella su consolidación como organismos de fomento. Los nuevos márgenes ofrecen una remuneración adecuada, teniendo en cuenta el riesgo y los mayores costos administrati-

vos implícitos en estas operaciones. El aumento de los márgenes va acompañado de una disminución en el porcentaje redescuento de cada préstamo lo cual hace posible que los intermediarios financieros vinculen volúmenes mayores de ahorro en la labor de fomento permitiendo simultáneamente una distribución más amplia de los recursos de los fondos financieros.

Por último, uno de los objetivos fundamentales de esta reforma es contribuir al fortalecimiento de los fondos financieros, evitando que les ocurra lo mismo que se señaló para las corporaciones por el hecho de captar a tasas de mercado de corto plazo para prestar a dos o más años y a intereses fijos. Con esta nueva política se espera que los Fondos tengan unas finanzas balanceadas y puedan eventualmente generar un excedente que asegure una continua y creciente disponibilidad de recursos para el apoyo de los proyectos de inversión de lenta maduración del sector industrial.

3. Redescuento automático

Como complemento de las medidas de flexibilización de la tasa de interés es ahora posible aliviar las exigencias en materia de requisitos administrativos para obtener crédito de fomento. En tal sentido, la Junta Directiva del Banco de la República autorizó el mecanismo de redescuento automático para aquellas operaciones de fomento hasta de \$ 2 millones, realizadas con cargo a los recursos del Fondo Financiero Industrial. De acuerdo con lo anterior, tendrán acceso a este mecanismo las empresas con activos inferiores a \$ 10 millones y cuya solicitud de préstamo no supere la cifra indicada. Dentro de este rango se ubica cerca del 68% del número de solicitudes aprobadas por el FFI, que equivalen en promedio, al 22% en valor. El efecto de esta medida es particularmente significativo en cuanto a descentralización, en especial para las ciudades de Ibagué, Pereira y Bucaramanga, donde se presenta un gran volumen de solicitudes (más del 70%), inferiores a \$ 2 millones.

El nuevo sistema ofrece considerables ventajas a un número importante de usuarios del FFI, al eliminar la etapa de aprobación previa por parte del Banco de la República y permitir así la plena agilización del desembolso de los recursos solicitados. Adicionalmente, este mecanismo disminuye los costos en la realización de los proyectos, particularmente para aquellas pequeñas unidades productivas que no cuentan con fuentes alternativas de financiación.

Para los intermediarios financieros el redescuento automático es benéfico porque les otorga mayor autonomía en la aprobación de los créditos. Por otra parte, el nuevo esquema permitirá un incremento en el número de beneficiarios de estos recursos, en la medida en que la simplificación de los trámites motive a aquellos intermediarios no tradicionales a participar en estas operaciones.

Con este sistema, el Banco de la República delega una buena parte de sus funciones a los intermediarios financieros, los cuales deberán asumir una mayor responsabilidad en el análisis previo de las operaciones y en su posterior seguimiento. No obstante, el Banco continuará ejerciendo un control a posteriori que garantice el cumplimiento de los criterios de acceso y de los compromisos que impone el redescuento para el usuario y el intermediario financiero. De esta forma se verificará que el crédito otorgado bajo este mecanismo cumpla los objetivos para los que ha sido destinado.

Conclusiones

En estas Notas se han analizado dos decisiones que pueden considerarse como centrales a la política económica en materia de movilización de recursos. De una parte se presenta la argumentación que respalda la obtención de crédito externo para el sector público, con el propósito de financiar las necesidades externas, el presupuesto nacional y algunas inversiones en el sector eléctrico y Carbocol. Esta

acción, que forma parte de toda una estrategia económica con respecto al tema de la deuda, tiene muy importantes repercusiones para el futuro económico del país.

De otra parte, se estudian algunos avances logrados en la utilización del ahorro doméstico, especialmente aquel dirigido a través de los fondos de fomento orientados al sector manufacturero, con el fin de apoyar actividades prioritarias. Se destaca la importancia de haber extendido el sistema flexible de tasas de interés conocido como DTF, que permitirá canalizar un mayor volumen de recursos, fortaleciendo al mismo tiempo a las instituciones financieras que realizan la intermediación. En esta forma el crédito de fomento adquiere una fisonomía mucho más definida, cuya principal característica es la transformación de plazos y en menor grado la concesión de subsidios. Estos últimos, fuera de algunas pocas excepciones, no deberán ser mayores al monto del margen entre tasas activas y tasas pasivas de interés en el mercado; es decir, la tasa de interés del crédito de fomento no ha de ser inferior a la tasa de ahorro, con lo cual se están favoreciendo estas actividades con un menor costo equivalente a la diferencia que presenten las tasas de captación con las de los préstamos. Por último, como complemento a las decisiones sobre tasas de interés, se establece una norma de agilización de estos trámites en el Fondo Financiero Industrial, conocido como "redescuento automático".

Como se señalaba al principio de estas Notas, la armonización en el uso del ahorro interno y externo es un objetivo especial de la política económica; a este propósito van encaminadas las normas y decisiones que aquí se comentan, algunas de las cuales deben tener una futura extensión en el campo del crédito. Se han dado así pasos que tendrán consecuencias saludables para la economía en el futuro y particularmente en el logro de una mejor asignación del ahorro.

VIDA DEL BANCO

Designados los miembros de la Junta Directiva en los Comités Decisorios del Banco

En sesión del 6 de agosto del presente año y mediante Acta No. 3810, la Junta Directiva del Banco nombró a los siguientes miembros de la Corporación, para la constitución de los distintos comités decisorios que operan en la entidad:

1. Comité Ejecutivo:
Doctor José Joaquín Casas Fajardo
Doctor Hernán Rincón Gómez
Doctor Carlos del Castillo Restrepo
Doctor Douglas Botero Boshell
2. Comité de Crédito:
Doctor Antonio Puerto Tovar
Doctor Jorge Carrillo Rojas
Doctor Juan Martín Caicedo Ferrer
3. Comité de Reservas:
Doctor Douglas Botero Boshell
Doctor José Joaquín Casas Fajardo
Doctor Hernán Rincón Gómez
4. Comité de Construcciones:
Doctor Javier Gómez Restrepo
Doctor Carlos del Castillo Restrepo
5. Comité de Administración de Proexpo:
Doctor Antonio Puerto Tovar
Doctor Hernán Rincón Gómez
6. Comité de Auditoría:
Doctor Juan Martín Caicedo Ferrer
Doctor Jorge Carrillo Rojas
Doctor Javier Gómez Restrepo
7. Comité de Beneficencia:
Doctor José Joaquín Casas Fajardo